

2020. 7. 6



▲ 화장품/섬유이복

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 240,000 원

현재주가 (7.3) 159,500 원

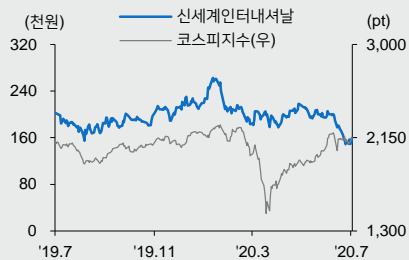
상승여력 50.5%

KOSPI	2,152.41pt
시가총액	11,388억원
발행주식수	714만주
유동주식비율	39.05%
외국인비중	4.50%
52주 최고/최저가	262,500원/148,500원
평균거래대금	132.2억원

주요주주(%)	
신세계 외 3 인	60.95
국민연금공단	12.79

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-22.4	-29.9	-21.0
상대주가	-22.6	-29.1	-23.1

주가그래프



신세계인터넷내셔널 031430

2Q20P: 숲을 보자

- ✓ 2Q20P 매출액 2,771억원(-8.2% YoY), 영업이익 81억원(-44.6% YoY) 예상
- ✓ ① 화장품: 수입 강세 지속, '비디비치' 월별 개선세 확인, 연작 QoQ 성장 기대
- ✓ ② 패션: 내수통관 면세품 판매로 부진 상쇄(해외패션 -3.5% vs. 국내패션 -23.8%)
- ✓ ③ 생활용품: '자주' 추가 출점 관련 비용 부담 증가
- ✓ 포트폴리오 다각화 통한 구조적 성장 기대 유효, 매수 접근 추천

2Q20P 마진 축소 불가피

신세계인터넷내셔널은 2020년 2분기 매출액 2,771억원(-8.2% YoY), 영업이익 81억원(-44.6% YoY), 순이익 54억원(-46.8% YoY)을 기록할 전망이다. 감익 폭이 크겠다. 고마진 화장품과 고비용 패션의 매출 감소에, 생활용품 출점이 더해진 영향이다.

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 702억원(-8.4% YoY), 119억원(-6.8% YoY)을 추산한다. 수입의 강세는 계속된다. 매출액 375억원(+24.7% YoY)으로, 그 비중이 과반을 넘어서겠다. 자체 브랜드 매출로는 비디비치 302억원(-35.0% YoY; 4~6월 +10.0% MoM; 618 효과 20억원), 연작 25억원(+4.7% QoQ)을 예상한다.

[패션] 매출액 1,549억원(-10.7% YoY), 영업손실 24억원(적전 YoY)을 추정한다. 전방 수직계열화 효과(= 신세계 내수통관 면세품 판매 대행)로 국내의류 부진을 상당 부분 상쇄하겠다(부문별 매출액 YoY: 해외패션 -3.5% vs. 국내패션 -23.8%).

[생활용품] 매출액과 영업이익으로 각각 520억원(+1.2% YoY), 2억원(-91.8% YoY)을 예상한다. 출점 확대에 의한 비용 부담을 감안했다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 240,000원으로 하향

신세계인터넷내셔널에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 240,000원으로 14% 하향한다(예상 EPS 조정: 2020E -28.1%, 2021E -15.8%). 자회사 '몽클레르신세계' 매각에 따른 지분법이익 축소 또한 반영하였다. 비우호적 시장 환경에 따른 실적 악화는 불가피하다. 단, 포트폴리오 다각화를 통한 구조적 성장에의 기대는 유효한 바, 매수 관점에서 접근을 추천한다. ① 수입 브랜드 판권 추가(2H20E 신규 색조 화장품 및 '에르메스 뷰티' 기초 라인 추가) 및 ② 자체 브랜드 론칭(4Q20E 중저가 기초 '로이비', 2Q20E 초고가 토탈 브랜드)이 예고되고 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,262.7	55.5	57.5	8,052	138.9	76,024	24.2	2.6	17.9	11.1	80.3
2019	1,425.0	84.5	74.0	10,361	28.3	83,650	21.2	2.6	13.9	13.0	88.4
2020E	1,342.5	56.8	39.0	5,457	-47.3	86,882	29.2	1.8	12.6	6.4	78.7
2021E	1,455.7	92.2	70.6	9,890	81.2	95,672	16.1	1.7	9.5	10.8	64.4
2022E	1,537.6	110.4	85.7	12,007	21.4	106,479	13.3	1.5	8.1	11.9	50.5

표1 신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	365.9	301.7	360.0	397.4	323.4	277.1	339.1	403.0	1,425.0	1,342.5	1,455.7
해외리류	85.8	88.1	91.8	114.5	79.1	85.0	93.9	124.1	380.3	382.2	397.4
국내리류	90.4	58.1	89.1	79.2	74.7	44.3	84.7	87.7	316.9	291.5	309.0
화장품	103.2	76.6	91.5	96.8	91.7	70.2	70.0	77.7	368.0	309.6	371.1
생활용품	48.0	51.5	59.6	58.3	47.6	52.0	61.6	61.5	217.3	222.7	233.9
툼보이	37.9	27.3	27.9	48.8	30.5	25.5	28.8	52.1	142.0	137.0	144.3
풀푸아레	1.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	0.0
매출총이익	217.3	183.6	197.0	239.1	179.2	166.5	180.7	238.1	836.9	764.5	848.0
<i>매출총이익률</i>	59.4	60.9	54.7	60.2	55.4	60.1	53.3	59.1	58.7	56.9	58.3
영업이익	29.2	14.6	19.1	21.7	12.0	8.1	12.6	24.2	84.5	56.8	92.2
<i>영업이익률</i>	8.0	4.8	5.3	5.5	3.7	2.9	3.7	6.0	5.9	4.2	6.3
해외리류	2.2	3.4	1.4	7.9	2.4	2.8	1.5	8.8	14.9	15.6	17.6
국내리류	2.4	-1.7	-0.7	-3.3	-1.8	-5.3	-3.1	-1.5	-3.3	-11.7	0.0
화장품	24.1	12.8	18.1	13.5	15.4	11.9	13.7	10.9	68.4	51.9	65.1
생활용품	0.9	2.1	2.8	1.0	-1.2	0.2	2.3	0.6	6.8	1.8	6.1
툼보이	2.1	-0.2	-1.1	4.1	0.6	0.1	-1.1	4.6	5.0	4.2	5.0
풀푸아레	-2.2	-1.3	-0.6	-0.4	-1.1	-0.6	-0.6	-0.2	-4.4	-2.5	-1.5
순이익	22.8	10.2	22.1	18.9	4.7	5.4	8.9	20.0	74.0	39.0	70.6
<i>순이익률</i>	6.2	3.4	6.1	4.8	1.4	2.0	2.6	5.0	5.2	2.9	4.9
(% YoY)											
매출액	20.2	6.5	15.5	9.4	-11.6	-8.2	-5.8	1.4	12.9	-5.8	8.4
해외리류	-5.9	-0.9	3.2	7.7	-7.8	-3.5	2.3	8.3	1.3	0.5	4.0
국내리류	1.5	-4.4	4.1	-9.2	-17.3	-23.8	-4.9	10.7	-1.8	-8.0	6.0
화장품	158.6	39.7	61.1	37.3	-11.1	-8.4	-23.4	-19.7	65.8	-15.9	19.9
생활용품	6.5	1.7	13.8	10.8	-0.8	1.2	3.3	5.6	8.3	2.5	5.0
툼보이	-4.2	-4.0	1.8	6.5	-19.5	-6.4	3.0	6.7	0.5	-3.5	5.3
영업이익	146.4	2.2	66.0	20.8	-59.0	-44.6	-34.1	11.8	52.1	-32.7	62.3
해외리류	-14.2	16.4	25.2	249.0	10.9	-16.2	2.3	12.4	67.9	4.7	12.7
국내리류	16.9	-317.2	-150.3	적전	적전	-205.0	-315.3	52.9	적전	-249.9	99.7
화장품	234.2	3.6	66.6	1.5	-36.0	-6.8	-24.2	-19.5	56.6	-24.2	25.6
생활용품	-31.9	-49.4	-22.1	-61.3	적전	-91.8	-18.7	-35.3	-41.5	-73.0	234.2
툼보이	1.8	75.9	-2.6	84.2	-73.2	흑전	1.1	12.4	93.2	-15.5	18.7
순이익	152.8	-6.4	126.4	-32.1	-79.5	-46.8	-59.6	5.5	28.7	-47.3	81.2

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표2 신세계인터내셔널 화장품 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	103.2	76.6	91.5	96.8	91.7	70.2	70.0	77.7	221.9	368.0	309.6	371.1
비디비치	72.6	46.4	57.6	52.6	45.0	30.2	31.7	36.8	123.0	229.2	143.7	176.0
수입브랜드	29.5	30.1	33.8	38.7	44.3	37.5	35.1	36.2	98.5	132.0	153.1	173.0
연작	1.1	0.1	0.1	5.5	2.4	2.5	3.2	4.2	0.5	6.8	12.2	18.4
로이비	-	-	-	-	-	-	0.0	0.5	-	-	0.5	3.7
영업이익	24.1	12.8	18.1	13.5	15.4	11.9	13.7	10.9	43.7	68.4	51.9	65.1
영업이익률	23.3	16.7	19.7	14.0	16.8	17.0	19.5	14.0	19.7	18.6	16.8	17.6
(% YoY)												
매출액	158.6	39.7	61.1	37.3	-11.1	-8.4	-23.4	-19.7	252.3	65.8	-15.9	19.9
비디비치	184.1	54.0	87.9	43.6	-38.0	-35.0	-45.0	-30.0	510.0	86.4	-37.3	22.5
수입브랜드	105.4	21.9	29.4	16.0	50.2	24.7	4.0	-6.4	129.8	34.1	16.0	13.0
연작	-	-	-	1,000.0	115.0	2,375.0	3,117.5	-24.0	-	1,260.0	80.0	50.0
영업이익	234.2	3.6	66.6	1.5	-36.0	-6.8	-24.2	-19.5	666.4	56.6	-24.2	25.6

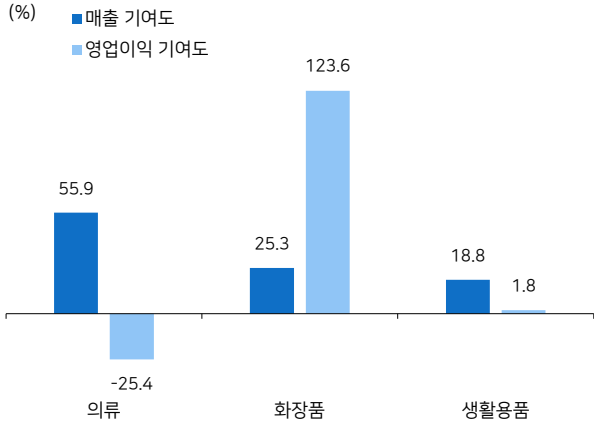
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표3 신세계인터내셔널 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT/NI	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A)			1,568	(A1)+(A2)+(A3)
화장품 (A2)			1,312	
화장품 제조 판매	화장품	45.0	29.0	1,312 글로벌 화장품 Peer 평균 PER 적용
의류 (A1)			207	
해외브랜드 사입 판매	해외패션	12.8	13	163 글로벌 럭셔리 peer 평균 PER에 60% 할인 적용
자체브랜드 제조 판매	국내패션+툼보이	3.8	11	44 글로벌 내셔널브랜드 peer 평균 PER 적용
생활용품 (A3)			49	
생활용품 제조 판매	자주	3.3	15	49 일본 생활용품 Peer 평균 PER에 30% 할인 적용
지분가치 (B)			188	
신세계사이먼	자문수수료 및 지분법수익	17.8	10	174 국내 유통 Peer 평균 PER 적용
셀린신세계	지분법수익	0.9	13	12 글로벌 럭셔리 peer 평균 PER에 60% 할인 적용
인터코스코리아	장부가	2.0	-	2 1Q20 장부가 기준
순부채 (C)			76	
순부채			76	1Q20 장부가 기준, Banker's Usance 단기 차입금 제외
적정 시가총액 (D)			1,680	(A)+(B)-(C)
주식 수 (E)			7,140	
적정주가 (원)			240,000	(D)/(E)
현재주가 (원)			159,500	
상승여력 (%)			50.5	
12개월 선행 EPS (원)			8,806	
12개월 선행 Implied PER (배)			27.3	

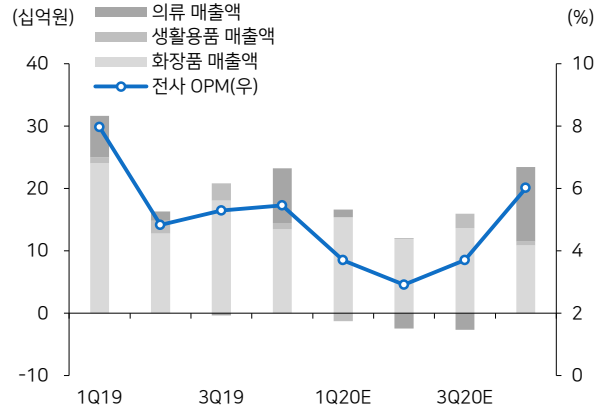
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 신세계인터내셔널 부문별 실적 기여도(2Q20E)



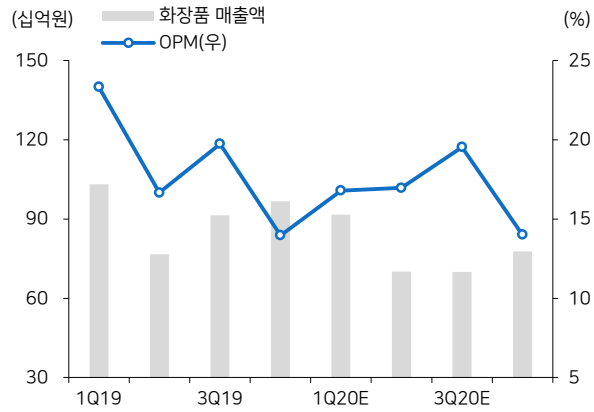
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신세계인터내셔널 부문별 매출액



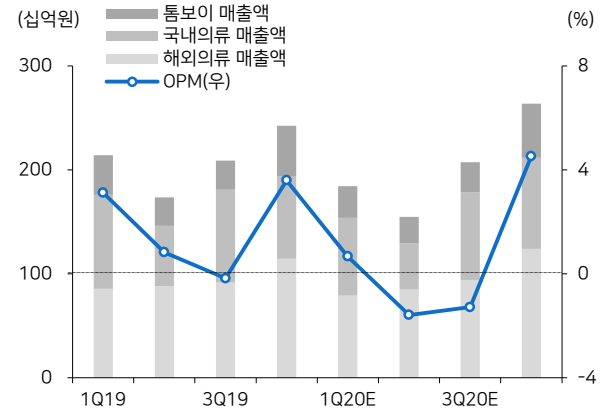
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신세계인터내셔널 화장품 부문 실적



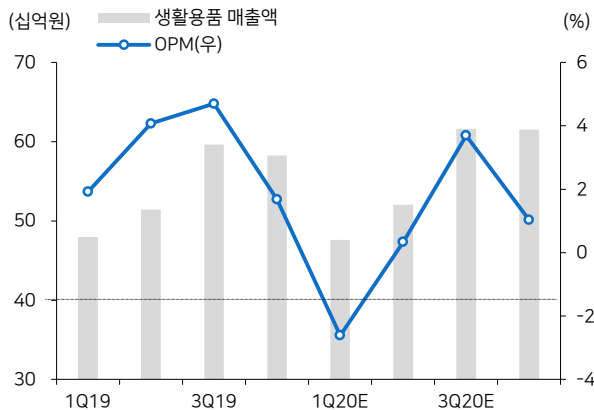
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신세계인터내셔널 의류 부문 실적



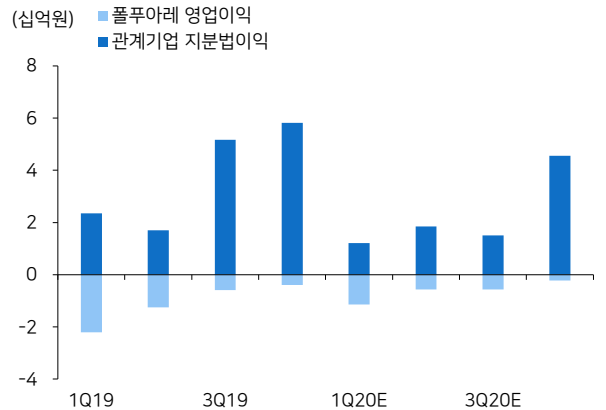
자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신세계인터내셔널 생활용품 부문 실적



자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림6 신세계인터내셔널 자회사 이익 추이



자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널 (031430)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,262.7	1,425.0	1,342.5	1,455.7	1,537.6
매출액증가율 (%)	14.5	12.9	-5.8	8.4	5.6
매출원가	559.2	588.1	578.0	607.6	632.5
매출총이익	703.4	836.9	764.5	848.0	905.1
판매관리비	647.9	752.4	707.7	755.8	794.7
영업이익	55.5	84.5	56.8	92.2	110.4
영업이익률	4.4	5.9	4.2	6.3	7.2
금융손익	-6.6	-8.0	-11.5	-11.8	-12.2
중속/관계기업손익	11.0	15.0	9.1	11.9	13.7
기타영업외손익	-0.9	8.9	-3.2	-0.6	-0.6
세전계속사업이익	58.9	100.4	51.3	91.7	111.4
법인세비용	1.2	26.4	12.3	21.1	25.6
당기순이익	57.7	74.0	39.0	70.6	85.8
지배주주지분 순이익	57.5	74.0	39.0	70.6	85.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	106.7	103.0	96.4	126.7	137.8
당기순이익(손실)	57.7	74.0	39.0	70.6	85.8
유형자산상각비	32.4	49.6	55.1	53.2	53.7
무형자산상각비	5.8	6.1	4.4	3.7	3.3
운전자본의 증감	-15.0	-26.1	-0.0	-0.8	-4.9
투자활동 현금흐름	-42.1	-25.3	-33.2	-62.1	-69.5
유형자산의증가(CAPEX)	-26.5	-36.4	-49.4	-54.0	-59.0
투자자산의감소(증가)	-16.9	-14.2	-6.0	-8.1	-10.4
재무활동 현금흐름	-55.3	-85.5	-62.1	-63.5	-70.3
차입금의 증감	-51.6	74.3	-41.8	-55.7	-62.4
자본의 증가	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	9.2	-7.7	1.2	1.0	-1.9
기초현금	3.2	12.4	4.7	5.8	6.9
기말현금	12.4	4.7	5.8	6.9	5.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	403.7	436.3	410.9	419.8	428.7
현금및현금성자산	12.4	4.7	5.8	6.9	5.1
매출채권	101.9	106.1	99.7	101.5	103.5
재고자산	235.8	263.4	242.4	247.2	254.6
비유동자산	578.8	692.6	701.4	706.7	719.1
유형자산	328.3	328.2	327.8	328.6	333.9
무형자산	43.3	46.8	44.0	40.4	37.1
투자자산	140.0	154.2	160.2	168.3	178.7
자산총계	982.5	1,128.9	1,112.3	1,126.5	1,147.9
유동부채	246.2	292.3	312.2	281.1	244.3
매입채무	42.6	45.2	45.8	50.9	54.8
단기차입금	60.9	55.2	39.6	22.6	0.0
유동성장기부채	61.2	84.6	122.6	105.6	90.6
비유동부채	191.5	237.3	177.8	160.2	141.1
사채	163.0	103.6	39.6	20.6	0.0
장기차입금	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	437.6	529.6	489.9	441.3	385.4
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.8	119.8	119.8	119.8
기타포괄이익누계액	-1.5	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7
이익잉여금	388.9	443.4	466.6	529.3	606.5
비지배주주지분	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
자본총계	544.8	599.3	622.4	685.2	762.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	176,842	199,580	188,031	203,876	215,355
EPS(지배주주)	8,052	10,361	5,457	9,890	12,007
CFPS	15,844	20,647	16,719	21,831	24,385
EBITDAPS	13,114	19,629	16,293	20,877	23,444
BPS	76,024	83,650	86,882	95,672	106,479
DPS	850	1,100	1,100	1,100	1,200
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	24.2	21.2	29.2	16.1	13.3
PCR	12.3	10.6	9.5	7.3	6.5
PSR	1.1	1.1	0.8	0.8	0.7
PBR	2.6	2.6	1.8	1.7	1.5
EBITDA	93.6	140.2	116.3	149.1	167.4
EV/EBITDA	17.9	13.9	12.6	9.5	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.1	13.0	6.4	10.8	11.9
EBITDA 이익률	7.4	9.8	8.7	10.2	10.9
부채비율	80.3	88.4	78.7	64.4	50.5
금융비용부담률	0.6	0.7	0.7	0.6	0.4
이자보상배율(x)	6.8	8.0	5.9	11.4	16.6
매출채권회전율(x)	12.0	13.7	13.0	14.5	15.0
재고자산회전율(x)	5.6	5.7	5.3	5.9	6.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

신세계인터내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

